

## 2006年9月の日銀短観の予測

発表日：9月14日(木)

～業況判断にはピークアウト感が表れる見通し～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

10月2日に発表される予定の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIが前回比 $\Delta 2$ ポイントの低下になると見込まれる。これは、素材業種でコストプッシュによる収益悪化懸念と、ハイテク部門における在庫調整の影響が表れると考えられるからだ。ゼロ金利解除後、この短観ははじめてであり、発表のタイミングとしては新政権のメンバー発表直後、展望レポートを控える微妙な時期だ。従って、再利上げの蓋然性を読む上で極めて重要な内容になるとみられる。

### 大企業製造業の業況判断は $\Delta 2$ ポイントの悪化の予想

日銀短観の9月調査(10月2日発表予定)では、大企業製造業の業況判断DIが19と前回(21)比で $\Delta 2$ ポイントの低下となる見通し。これは、既往の原材料コスト上昇を背景に素材業種が足を引っ張ると予想されるからだ。加工組立業種については、予想以上に進んでいる円安・ユーロ高が収益下支え効果を発揮するとみられるが、電気機械・精密機械などハイテク部門ではW杯商戦後の在庫調整によって業況感を後退させる可能性があり、改善ペースを足踏みさせる可能性がある。

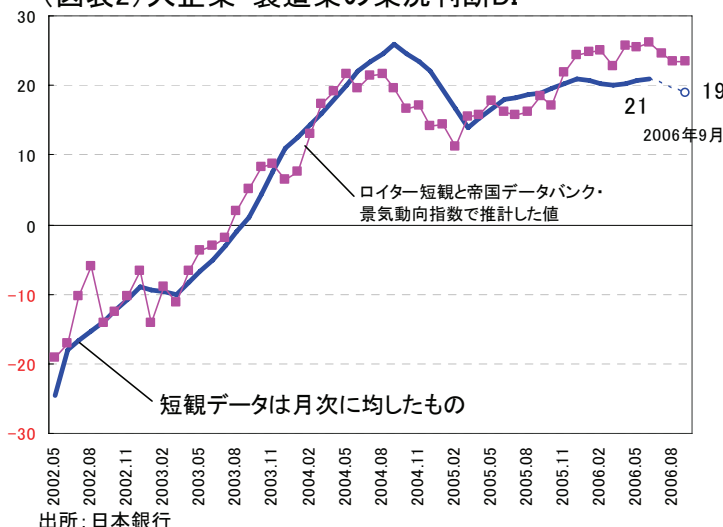
また、短観の参考指標となるロイター短観では、2006年6月調査をピークにして9月調査には業況改善の頭打ちが鮮明になる結果になっており、日銀短観でも同様の姿になる公算が高い。他のマインド調査でも帝国データ景気動向指数、景気ウォッチャー調査、消費者態度指数でも3月ないし4月に改善の流れがピークを迎え、足元は緩慢なレベル低下の動きとなっている。

(図表1) 日銀短観(2006年9月調査)の予測値

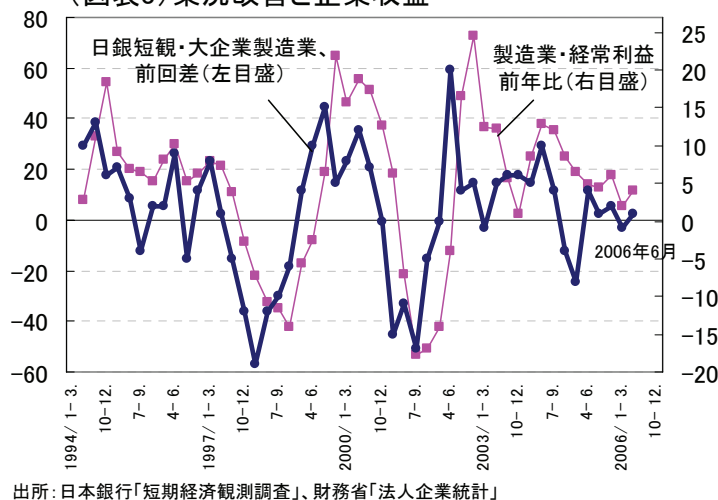
	業況判断DI				
	大企業 製造業	非製造業	中小企業 製造業	非製造業	
2004年 3月調査	12	5	-3	-20	
6月調査	22	9	2	-18	
9月調査	26	11	5	-17	
12月調査	22	11	5	-14	
2005年 3月調査	14	11	0	-14	
6月調査	18	15	2	-12	
9月調査	19	15	3	-11	
12月調査	21	17	7	-7	
2006年 3月調査	20	18	7	-9	
6月調査	21	20	7	-6	
見通し	9月調査	19	19	5	-7
	先行き	19	20	5	-9

出所：日本銀行「短期経済観測調査」以下断りがない限り同じ。

(図表2) 大企業・製造業の業況判断DI



(図表3) 業況改善と企業収益



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

評価として、現在は景気局面の成熟化が進み、もう一段の景気拡大の手ごたえを感じにくい状況だと言える。ただし、目先、原油価格が一頃に比べてかなり落ち着いてきており、素材産業のコストプッシュ圧力が和らいでいる変化があることを勘案すると、ことさらに景気失速懸念を強調する必要はあるまい。問題は、今後、米国景気が減速してきたときのマグニチュードを見定めることの方だ。業況改善に一旦のピークアウト感が表れることは遅かれ早かれ予想されてきたことなので、今回の短観では、収益・設備の年度計画を通じて、年度後半以降の景気の展開がどういった姿になりそうかを窺い、さらにその次の着地点はどの辺かを探る材料として有効だろう。

### 設備投資計画は強気をサポートするか

直近では7月の機械受注統計が単月で大きく落ちたために、これまで設備投資に対する抱かれていた強気の見通しが徐々に修正されはじめているところだろう。筆者は、機械受注は複数の業種で反動減がいくつも重なったことが、弱さを強めにみせているとみている。おそらく、短観の設備投資では、弱気な材料よりもむしろ好調さを裏付けるような結果になると予想される（毎年9月の調査回は修正が乏しいが）。

もともと、日銀は7月の機械受注には焦ったに違いない。これまで政策委員会は、「設備投資が過熱し、その反動が景気の振幅を大きくする可能性はないか」と強い警戒感を抱いていた。8月10・11日の議事要旨でも「（設備投資は）機械受注等の先行指標も増加基調を示しており、先行きも増加を続ける可能性が高いとの認識を共有した」としてただけに、そうした期待が大きく裏切られたのは痛がる。

そうした中で、仮に9月短観で改めて強気の設備投資計画が示されることになれば、日銀にとってはその変化をクローズアップする可能性はある。そうした意味で、短観で示される年度ベースの設備投資がどう変化するかは注目である。

### ゼロ金利解除の影響

もうひとつ、9月の短観で関心が集まりそうなのは、金融面での企業マインドの変化である。7月14日のゼロ金利解除を受けて、国内銀行の各行は8月上旬から9月にかけて順次短期プライムレートを引き上げている。調査時期に当たる9月中旬は、地域金融機関を含めて貸出金利の引き上げを企業に伝えた時期になる。9月の短観では、借入金利判断DI、金融機関の貸出態度DI、資金繰りDIといった金融面での反応がどう表れるかが注目である。

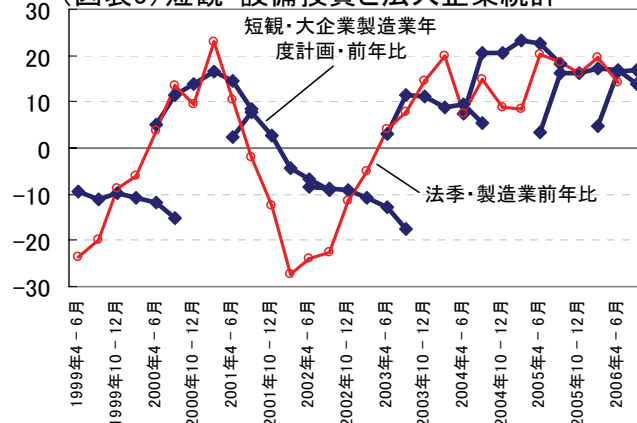
### 短観が発表される10月は分岐点

今回の短観が発表される10月は、微妙なタイミングである。ちょうど10月は、ポスト小泉政権が誕生し、その新メンバーが9月26日にはっきりするとみられている。日銀は追加利上げに向けて新政権との新たな対話に着手す

(図表4) 設備投資計画の見通し

		大企業			中小企業		
		製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	全産業
2004年	3月調査	7.4	-4.1	-0.6	-10.7	-20.5	-18.1
	6月調査	20.4	-0.5	5.7	-0.9	-18.3	-14.1
	9月調査	20.7	0.0	6.1	10.2	-12.5	-7.1
	12月調査	23.4	1.1	7.7	18.0	-5.4	0.3
	実績見込み	22.7	0.8	7.2	20.5	3.6	7.6
	実績	18.1	-1.2	4.5	24.2	6.4	10.7
2005年	3月調査	3.4	-0.3	1.0	-15.1	-17.0	-16.5
	6月調査	16.2	6.1	9.4	-12.5	-6.4	-8.0
	9月調査	16.2	5.9	9.3	-3.7	-1.8	-2.3
	12月調査	17.3	7.0	10.4	5.2	3.0	3.6
	実績見込み	16.9	7.0	10.3	7.6	8.9	8.6
	実績	13.6	3.8	7.2	8.0	11.7	10.7
2006年	3月調査	4.8	1.6	2.7	-14.8	-16.6	-16.1
	6月調査	16.4	8.9	11.6	-1.3	-14.6	-11.0
見通し	9月調査	16.7	9.1	11.8	8.7	-9.4	-4.6

(図表5) 短観・設備投資と法人企業統計



出所：日本銀行、財務省

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ることになるだろう。そして、政策決定会合は10月12・13日の回を経て、10月31日の展望レポートの発表を行う。

現在の日銀は、CPIショックと機械受注ショックに前後して、「年内利上げの可能性を否定しない」というアナウンスメントを一旦手控えるかたちでトーンダウンしている。再び追加利上げのモードを強めるとしたら、10月2日の日銀短観の結果がポジティブになることを前提に、そこから攻勢に転じようとするとは間違いない。前回6月の短観は、僅か1ポイントしか大企業・製造業の業況改善は進まなかったが、設備投資の上方修正を強くアピールし、日銀は7月のゼロ金利解除の地堅めに使った。今回もそうなるかどうか注目だ。

逆に、9月短観の結果が逆風になれば、利上げのタイミングが後ずれする公算は高まる。債券市場は、日銀の追加利上げの目処を先送りするシグナルや弱気な材料に反応しやすい。そうした意味で、短観がネガティブな材料として注目される可能性も十分にある。